

航空运输行业 2010 年 2 季度报告

评级：增持 维持评级

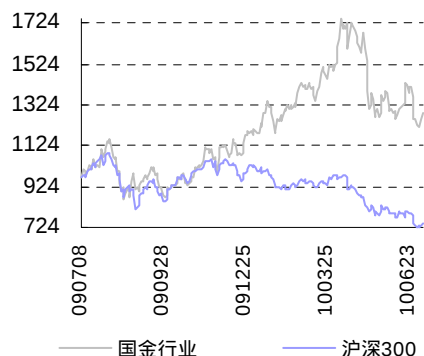
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

高铁影响跟踪：将使 2011 年供需明显改善

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	28.71
市场优化平均市盈率	29.70
国金航空运输指数	1284.42
沪深 300 指数	2580.48
上证指数	2421.12
深证成指	9485.43
中小板指数	5289.86



相关报告

- 1.《淡季不淡,行业周期性出现弱化》, 2010.6.27
- 2.《高铁对交通运输格局的影响分析》, 2010.4.15
- 3.《票价水平的大幅提升将驱动行业盈利再超预期》, 2010.6.9

投资建议

- **行业策略**：我们认为高铁对行业的影响是双方面的，除了将使航空需求产生分流外，也使航空公司对运力引进比较谨慎。这种谨慎预期使行业 2011 年供需将进一步明显改善，而 2012 年也不会产生明显逆转。叠加今年三季度国内国际航线的高景气，我们继续看好航空，维持对航空业增持的投资评级。
- **推荐组合**：基于行业及公司的基本面，以及各个航空公司的估值比较，继续推荐国际航线景气大幅提升，三季度国际航线客座率有望超过 90%、盈利能力最强、PE 水平最低且受高铁影响相对较小的中国国航；以及竞争格局优化且管理改善最大的东方航空。

行业观点

- **已经开通高铁对航空的影响符合我们之前的判断**：我们对已经开通的武广高铁、石太客专以及杭州-厦门高铁对航空的影响进行跟踪，航空公司在 2-6 个月内普遍对运力进行了削减，并使票价水平得以回归到正常水平，分流的比例也符合我们之前在 4 月 15 日《高铁对交通运输格局的影响分析》报告中的判断。
- **2011 年需求受高铁影响很小，但航空公司由于高铁的谨慎预期使新增运力增速趋缓，带动行业供需将进一步明显改善**：即使经济有所降温，考虑高铁影响对行业增速产生 1%左右的分流影响，航空消费升级将使航空国内航线需求有望保持 13%左右的增速，而窄体机运力增速将为 9%左右，国内航线明年将供需改善明显。
- **高铁对 2012 年将产生一定影响，但不会使行业供需逆转**：在高铁沿线的航线上，在高铁开通后客座率和票价水平会出现短期的下降，但由于高铁将对国内航线产生 5%左右的分流，航空需求由正常的 14%下降到 9%-10%，而窄体机运力供给有望略低于此水平，所以高铁不会导致行业供需的明显逆转。行业的盈利可能会受到一定影响，但我们认为在经济保持正常增长的情况下，航空公司的盈利有望保持在较高水平。

风险提示

- 经济二次探底

黄金香 联系人
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206

内容目录

武广高铁对武汉-广州航线的影响跟踪	3
武广高铁对广州长沙航线的影响跟踪	4
石太客专开通后对北京-太原航线的影响跟踪	5
杭厦高铁对宁波厦门航线的影响跟踪	5
杭厦高铁对温州厦门航线的影响跟踪	6
高铁对航空影响基本上印证了我们之前的判断	7
展望：有效运力削减和新增运力增速控制最为关键	8
高铁进度更新使影响更多地集中在 2012 年	8
行业微观层面影响：航空公司在受影响航线上的有效运力削减是关键	10
行业宏观层面：航空公司的运力引进的谨慎使行业整体供需不会明显逆转	11
结论和投资建议	12
高铁影响将使 2011 年供需明显改善，2012 年也不会产生明显逆转	12

图表目录

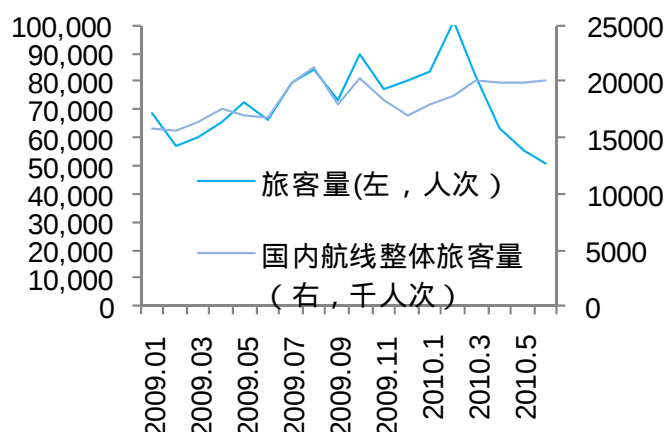
图表 1：武汉广州航线与国内航线旅客运输量对比	3
图表 2：武汉广州航线票价与国内航线票价指数对比	3
图表 3：武广高铁开通以来武汉广州航线各月票价的同比变化幅度	4
图表 4：长沙广州航线与国内航线旅客运输量对比	4
图表 5：长沙广州航线票价与国内航线票价指数对比	4
图表 6：武广高铁开通以来长沙广州航线各月票价的同比变化幅度	5
图表 7：北京太原航线与国内航线旅客运输量对比	5
图表 8：北京太原航线票价与国内航线票价指数对比	5
图表 9：宁波到厦门的动车时间与票价	6
图表 10：宁波厦门航线与国内航线旅客运输量对比	6
图表 11：宁波厦门航线票价与国内航线票价指数对比	6
图表 12：温州到厦门的动车时间与票价	7
图表 13：温州厦门航线与国内航线旅客运输量对比	7
图表 14：温州厦门航线票价与国内航线票价指数对比	7
图表 15：预计在不同航空里程上我国高铁对航空的分流比例	8
图表 16：我国四横四纵高铁开工和完工时间	9
图表 17：各年度受高铁影响的旅客量占国内航线比重	10
图表 18：各年度被分流而减少的旅客量和收入比重	10
图表 19：我国未来几年窄体机增速	12
图表 20：国内航线需求及窄体机增速对比	12

已开通高铁对航空的影响跟踪

武广高铁对武汉-广州航线的影响跟踪

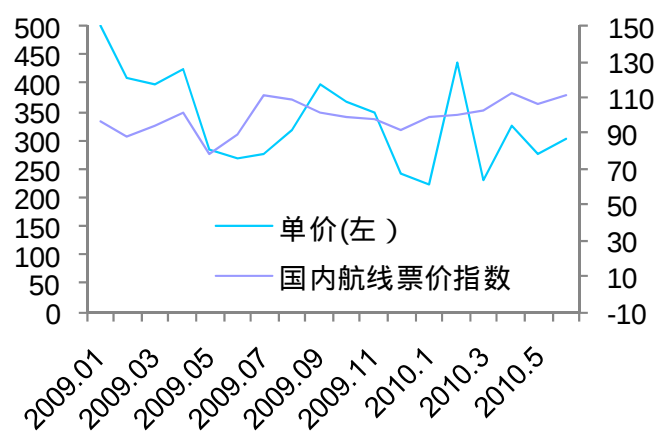
- 武汉-广州航空里程为 822 公里，飞行时间约 1.5 小时，高铁里程为 1069 公里，高铁行驶时间主要为 3 小时 50 分钟。
- 航空公司应对武广高铁大约经历了两个阶段。第一阶段：加密航班密度并大幅降低票价；第二阶段：消减航班并提升票价水平。
 - 武广高铁在 2009 年 12 月开通，我们从图 3 可以看到，在武广开通前后，航空公司曾采取加大航班密度的方式来试图应对高铁竞争，武汉广州航线的旅客量增速高于国内航线增速，同时伴随的是票价水平的大幅下降，我们可以看到，平均票价在 2010 年 3 月份大幅下降到 230 元左右，远低于高铁的票价水平。
 - 正如我们之前所分析的一样，航空的高成本决定了依靠价格战只能导致运营亏损，因此之后航空公司在试探性加密航班后开始削减航班，从 2010 年 4 月份开始，航班数量开始得到大幅消减，并且一直延续到 6 月份，并且带动旅客运输量的大幅下降：如果以 09 年上半年平均数作为基数，考虑行业自然增长的情况下，分流比例为 36%，与我们之前 40% 的分流比例相当，静态测算绝对旅客量下降 22%。
 - 经过消减航班后，票价水平开始有所提升（图 4），我们可以对比一下 10 年 1 月份以来票价水平的同比变动幅度，由之前的大幅负增长转变为出现一定正增长，票价水平有所回升（当然绝对票价还是非常低，也才 300 元左右，这与这条航线上面的竞争格局和旅客结构有关系，航线上有南航、深航、东航和国航同台竞争，而且休闲旅客占比比较高，导致 09 年七八月份旺季的票价水平也才 300 元左右）。从我们跟踪的票价水平看，武汉广州航线 3 天之内的票价水平有明显上升，随着暑期旺季的到来，提前一天订票机票价格大多都是全价。
 - 在票价水平回升的情况下，我们预计未来进一步削减的幅度会大幅降低，最终分流比例在 40% 左右，与我们之前对于武广线以及同样距离航线的分流比例的预测与假设相当。

图表1：武汉广州航线与国内航线旅客运输量对比

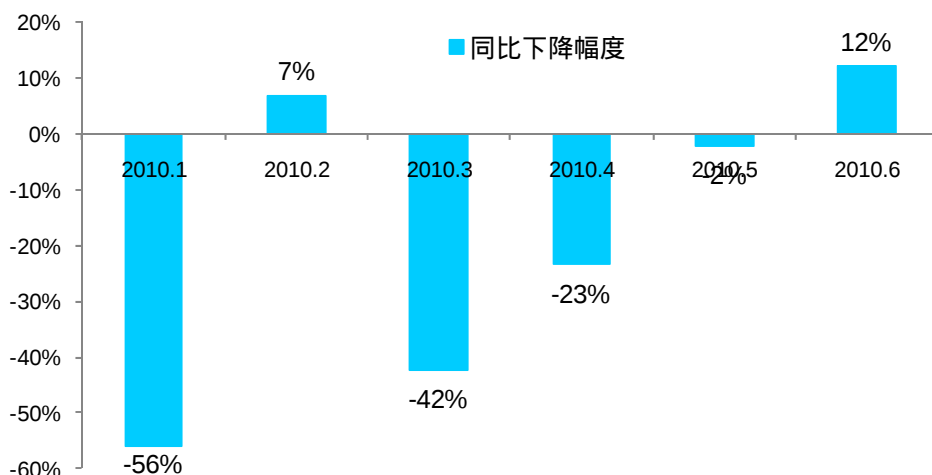


来源：国金证券研究所

图表2：武汉广州航线票价与国内航线票价指数对比



图表3：武广高铁开通以来武汉广州航线各月票价的同比变化幅度

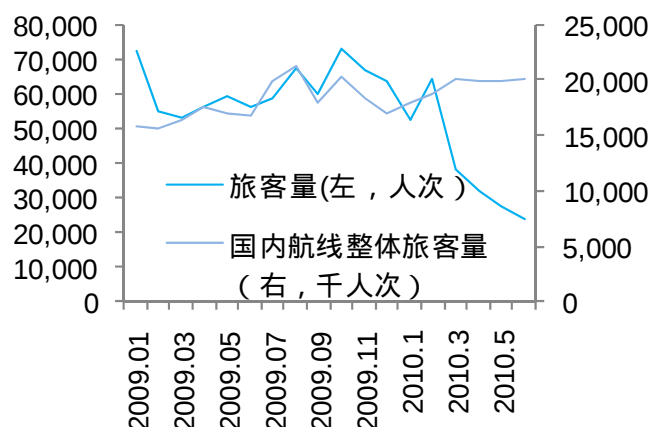


来源：国金证券研究所

武广高铁对广州长沙航线的影响跟踪

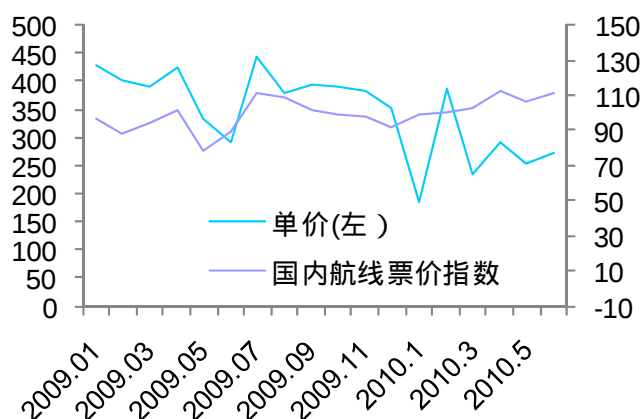
- 与武广不同，广州长沙航线在 2 个月后航班迅速进行了调整，仍以 2009 年上半年的平均旅客量为基数，旅客的绝对量下降了 60%，而考虑自然增长因素后，被分流的比重为 67%左右，目前略低于我们之前分流 80%的预测和假设，由于近期旅客量和航班数快速下降，因此不排除会进一步削减航班。
- 航空票价在削减航班后票价仍然低于之前航空票价水平，但已经开始逐月回升，我们认为随着航班的进一步削减，票价水平有望继续回升，我们预计未来几个月有望进一步削减航班，而票价水平也有望回到正常水平。

图表4：长沙广州航线与国内航线旅客运输量对比

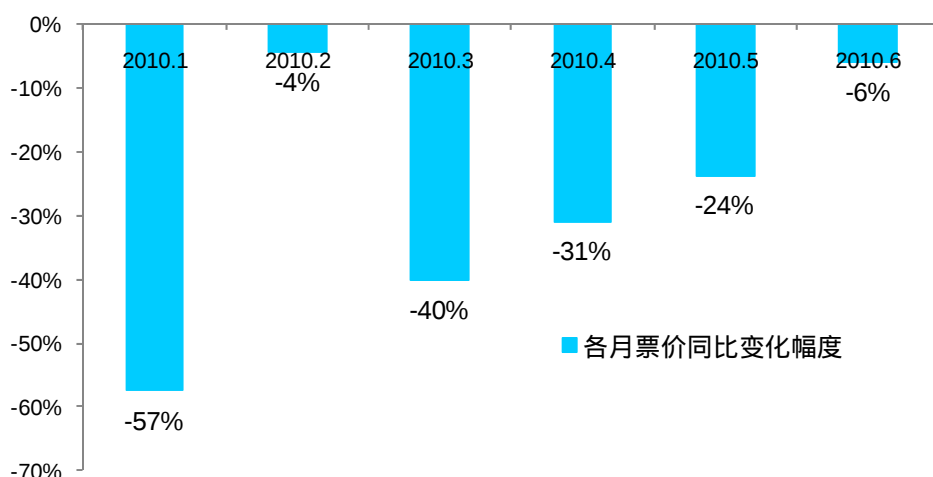


来源：国金证券研究所

图表5：长沙广州航线票价与国内航线票价指数对比



图表6：武广高铁开通以来长沙广州航线各月票价的同比变化幅度

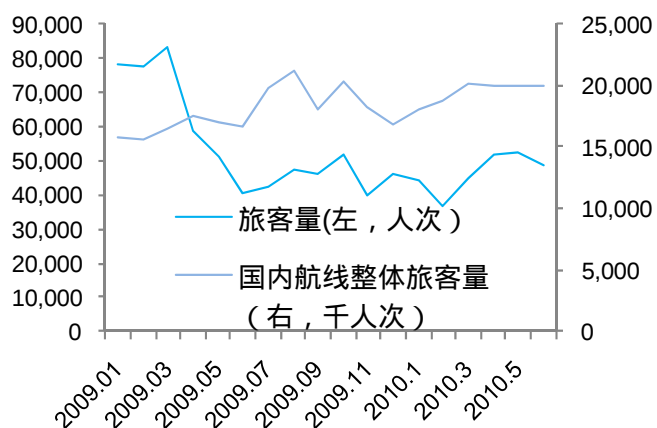


来源：国金证券研究所

石太客专开通后对北京-太原航线的影响跟踪

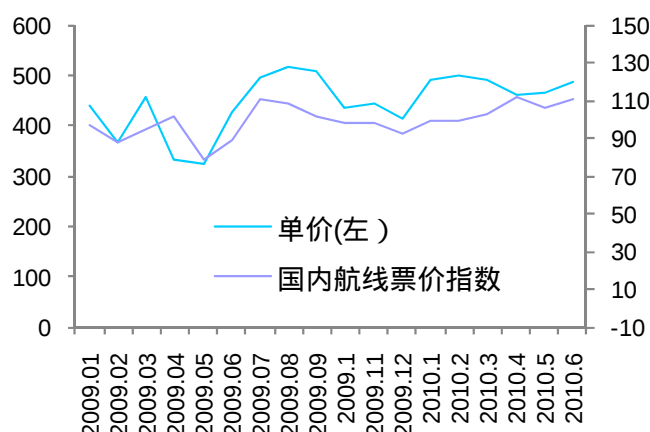
- 石太客专 2009 年 3 月开通后，北京-太原航线航空公司比较快速的做出反应，削减航班后票价水平出现明显回升，目前无论是航空运输量基本保持自然增长，而航空票价水平也已经维持在正常水平上，甚至由于分流的主要是休闲旅客，航线的票价水平比以前还有所上升（图 10）。

图表7：北京太原航线与国内航线旅客运输量对比



来源：国金证券研究所

图表8：北京太原航线票价与国内航线票价指数对比



杭厦高铁对宁波厦门航线的影响跟踪

- 随着 2009 年 9 月宁波-温州-福州的高速铁路开通，以及 2010 年 4 月福州-厦门铁路的开通，这条高铁对沿线航空运输开始产生影响，我们重点跟踪了宁波-厦门、温州-厦门航线的影响。
- 宁波到厦门动车组有四列，里程约 550 公里，运行时间基本上为 4 小时 30 分钟左右（杭厦高铁主要为 250 公里/小时的设计时速，由于沿线停站，使得运行速度进一步下降），而航空航班每天只有两班，分别是 10 点的山东航空和 15 点的厦门航空（航空约需 1 小时 20 分钟，加上抵离时间预计也需要 3.5 小时左右）。

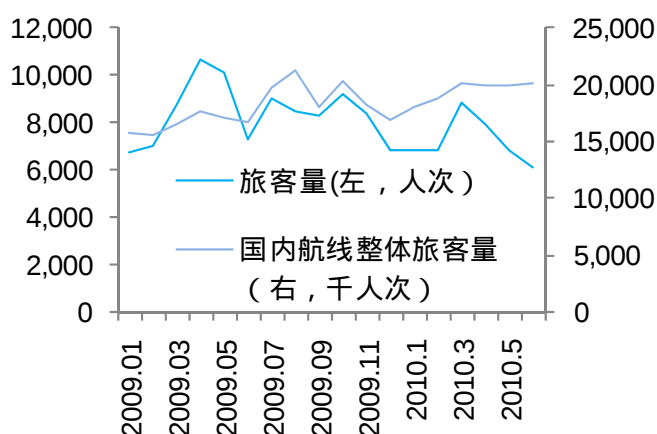
图表9：宁波到厦门的动车时间与票价

车次	车型	始发站	出发站	开车时间	到达站	到达时间	运行时间	里程	终点站	参考票价
D3211	动车组	杭州	宁波	9:39	厦门	14:22	4:43	826	厦门	二等座256
D3201	动车组	上海南	宁波	11:14	厦门	16:06	4:52	826	厦门	二等座256
D3203	动车组	上海南	宁波	13:51	厦门	18:40	4:49	826	厦门	一等座307 二等座256
D3203	动车组	上海南	宁波	13:51	厦门北	18:17	4:26	795	厦门	一等座295 二等座246

来源：国金证券研究所

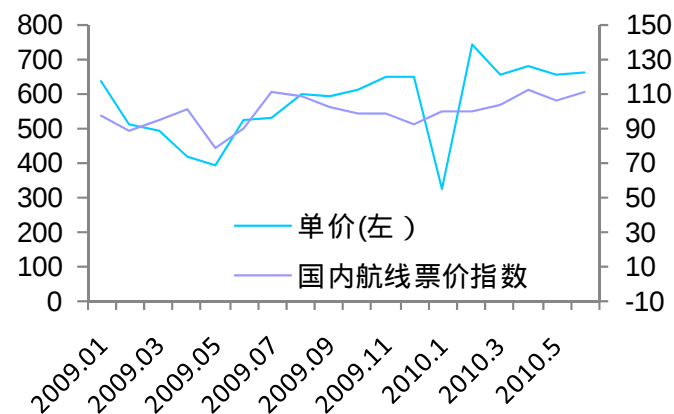
- 在 4 月份福厦高铁开通后，尽管宁波-厦门的航空需求还是出现了较明显的下降，以 2009 年 1 月的旅客量为依据，绝对量下降了 10% 左右，而考虑了自然增长的情况下，被分流的比重大约 30%，由于其运营时间为 4 小时 40 分钟左右，如果同样的行驶时间折算为 280 公里/小时（350 公里设计时速的高铁沿线停站运营模式下的实际时速），则相当于京沪高铁在京沪之间的运营时间，所以分流的比重也与我们之前对京沪高铁的分流比例相当（当然，我们预计京沪航线实际分流的比重会低于 30%，主要因为京沪航线商务旅客占比很高）。
- 另外，我们也可以看到，由于此航线上航空公司参与者仅有两个，而且航班时刻一个在上午一个在下午，所以相互之间也不存在激烈的竞争，所以航空的票价水平保持得非常良好（基本上维持在 660 元左右），在高铁开通后票价水平基本上没有受到任何影响。
- 对比武广线后航空票价的大幅下降，我们认为票价的大幅下降并不是要主动应对高铁的竞争，而是面对有限的需求、过剩的运力，航空公司之间为了提升客座率而相互被动降价的结果。

图表10：宁波厦门航线与国内航线旅客运输量对比



来源：国金证券研究所

图表11：宁波厦门航线票价与国内航线票价指数对比



杭厦高铁对温州厦门航线的影响跟踪

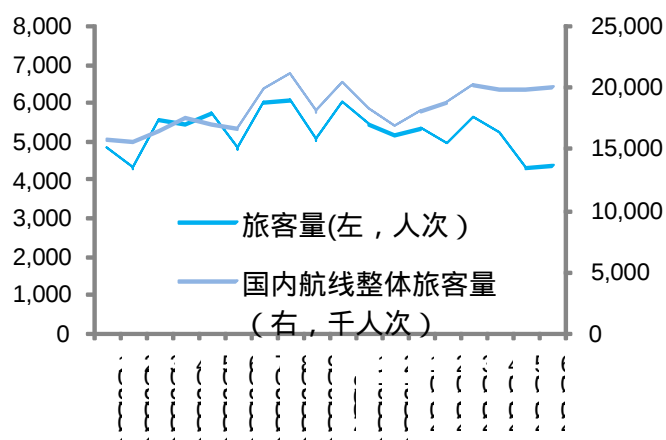
- 温州到厦门的时间基本上在 3 个小时左右，而航班在高铁开通之前有东方航空及南方航空的航班，在高铁开通后东航削减了温州厦门航班，目前只有南方航空在上下午各保留了一趟航班。
- 我们可以看到，航空旅客运输量的绝对值下降了 10% 左右，而考虑自然增长因素后被分流的比重大约也为 30% 左右。
- 从航空票价看，在高铁开通后，航空公司的票价水平也有明显降低，但是我们通过携程网上的查询，我们发现温州到厦门的航线上航空票价在七八月份绝大多数时候都是全价，竞争的减少反而使航空公司的票价控制力加强。

图表12：温州到厦门的动车时间与票价

车次	车型	始发站	出发站	开车时间	到达站	到达时间	运行时间	里程	终点站	参考票价
D3211	动车组	杭州	温州南	11:20	厦门	14:22	3:02	551	厦门	二等座171
D3201	动车组	上海南	温州南	12:56	厦门	16:06	3:10	551	厦门	二等座171
D3203	动车组	上海南	温州南	15:27	厦门	18:40	3:13	551	厦门	二等座171
D3203	动车组	上海南	温州南	15:27	厦门北	18:17	2:50	520	厦门	二等座161

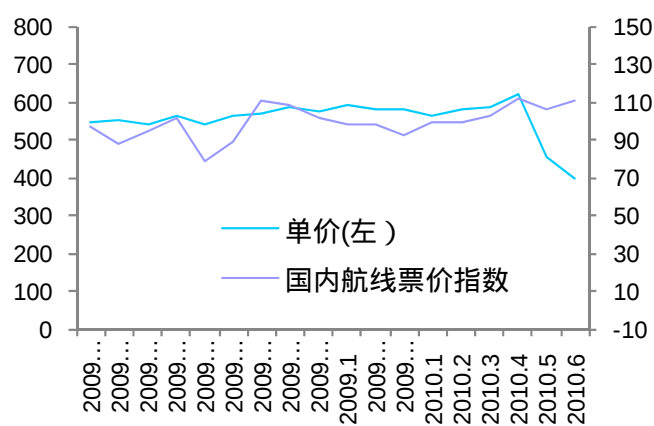
来源：国金证券研究所

图表13：温州厦门航线与国内航线旅客运输量对比



来源：国金证券研究所

图表14：温州厦门航线票价与国内航线票价指数对比



高铁对航空影响基本上印证了我们之前的判断

- 我们曾对高铁对交通运输格局的影响撰写了一篇深度专题报告《高铁对交通运输格局的影响分析》，详细分析了高铁对航空公司的影响，我们简单对此进行回顾，而这些结论也基本上得到了已经开通的高铁的印证：
 - 航空的高成本决定了航空无法通过价格竞争来与高速铁路竞争市场份额，否则只能带来营业亏损；航空飞行速度仍是高铁行驶速度的 2.5 倍左右，因此航空的竞争优势只有依靠更快捷的旅行时间。
 - 高铁开通之后对航空分流的影响，随着旅行距离的增加，航空的时间优势将逐步体现，而被高铁分流的比例将逐步降低。
 - 在高铁整体占据一定优势，但航空旅行时间更短的航线上，航空能够通过削减航班来确保运价保持在正常的水平；
 - 高铁对航空的影响为结构性和一次性的，影响集中在开通之后的那一年，之后航空与高铁将形成比较稳定的市场格局；
- 从目前已经开通的高铁来看，在不同航空里程航线上对航空分流的比例基本上与我们之前的预测和假设相符。因此对于分流比例的假设，我们仍然维持之前的观点：
 - 在 350 公里/小时的设计时速的高铁沿线，当航空里程小于 400 时，高铁将对航空形成完全替代；当 400-600 公里时，替代比例下降到 80%；而 600-800 公里时，替代比例将下降至 60%；之后替代比例将随着运距增加而逐步下降，到 1300-1500 公里时，替代 10%；而当超过 1500 公里时，我们认为现有航空旅客将不会受到高铁分流。